

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200408130

UDC _____

硕 士 学 位 论 文

信息披露制度若干法律问题研究

A Study on the Information-Disclosure System: Legal Problems and Its Solution

叶晓春

指导教师姓名: 陈动 教授

专 业 名 称: 法 律 硕 士

论文提交日期: 2007 年 4 月

论文答辩时间: 2007 年 月

学位授予日期: 2007 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2007 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其他指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

内容摘要

证券市场发展的过程，同时也是信息披露制度建立并逐步完善的过程。目前，我国信息披露制度体系已经“较为完备”，然而，就在这个“较为完备”的制度下，我国的“虚假陈述”现象相当严重。本论文的写作动机是，通过对信息披露制度的若干法律问题的研究，揭示其存在的问题，并力求提出完善的建议。

全文由引言、主文和结束语组成。主文分为四章。

第一章，首先以“委托——代理理论”等经济学方面的理论为切入点，分析了建立信息披露制度旨在解决证券市场的信息不对称问题，并以此促进资源的优化配置，避免市场失灵，维护证券市场秩序和保护投资者的合法权益。接着，从法理学上的“公平”、“效率”和“秩序”三方面，阐述了该制度对于实现证券市场各主体之间的公平、正义及其他价值的重要意义。

第二章，运用比较法学的方法，首先阐述了“虚假陈述”的学理含义和各国立法对它的界定；接着分析了“虚假陈述”的“重大性”标准的发展及其在法律上的确立。最后，揭示了我国在借鉴国外经验的基础上，明确“虚假陈述”的内涵和确立信息披露的“重大性”标准对于指导我国司法实践，保护投资者权利的现实意义。

第三章，首先详细分析美国、日本和我国法律关于“虚假陈述”行为的民事责任、刑事责任和行政责任的内容及特点。在对前述三国法律责任体系进行评价之后，得出结论：我国“虚假陈述”法律责任体系虽然得到了进一步规范，但它还是“远远滞后于我国证券市场的发展”。

第四章，首先分析了我国信息披露制度存在的缺陷，即虚假陈述民事赔偿制度的缺陷、证券监管制度的缺陷和刑事责任制度的缺陷；然后，针对这三方面缺陷分别提出完善的建议：第一，通过改造共同诉讼制度，并借鉴美国集团诉讼的合理因素，以完善我国的虚假陈述民事赔偿制度；第二，通过明确并强化证券监管主体的法律责任、加强监管组织机构的建设和适度提高行政罚款额度，以提高行政效率，加大执法力度；第三，通过修改《刑法》，增加刑罚幅度、增加“没收财产”刑，并限制缓刑的适用，以提高刑罚威慑力。

关键词：信息披露；虚假陈述；法律责任

ABSTRACT

With the development of the securities market, there is the establishment and gradual perfection of the *Information-Disclosure System*. Nowadays, the system of information disclosure in our country is “comparatively perfect”, but there exist a lot of phenomena of *False Statement*. The dissertation is intended to expose the existing problems and try to advance some rational suggestions, through the study on the legal problems concerning the *Information-Disclosure System*.

The dissertation is made up of the preface, the text and the summary. The text consists of four chapters.

The first chapter, applying some economic theories such as the *Principal-Agent Theory*, maintains that the establishment of the *Information-Disclosure System* is to solve the problem of information asymmetry concerning the securities market and promote the optimized deployment of resources so as to avoid the market failure and maintain the order of the securities market as well as protect the legal rights of investors. Then, from the perspectives of justice, efficiency, and order in terms of jurisprudence, it relates the significance of the system to the realization of the fairness, justice and other values among the main bodies of the securities market.

The second chapter, wielding the comparative methods, first expounds on the academic meanings of *False Statement* and the definitions of it in the laws of some countries in the world. Then it analyzes the evolution of *False Statement* and *Materiality Criteria* as well as its establishment in law. Finally, it expatiates on the practical significance of understanding the connotations of *False Statement* and establishing the criteria of materiality concerning the information disclosure on the basis of drawing on the foreign experience and insists that in doing so, we can better guide the judicial practice in our country and protect the rights of investors.

The third chapter analyzes the contents and characteristics of the penal responsibilities, civil responsibilities and administrative responsibilities assumed when people commit the acts of *False Statement* in the USA, Japan and China. The conclusion arises after the appraisal of the responsibilities system in the three above mentioned countries: the legal responsibility system regarding the *False Statement* is further regulated but is still far from perfect when the system is in effect in the securities market of our country.

In the fourth chapter, at the beginning, I analyze the limitations existing in the *Information-Disclosure System* of our country, namely the limitations in the *Civil Compensation System* related to *False Statement*, the *Securities Supervision System* and the *Penal Responsibilities System*. Then I put forward suggestions in order to

overcome the above limitations: first, we should reform *the Representative Litigation System* and draw on some reasonable factors from *the American Class Action* to perfect *the Civil Compensation System* related to *False Statement*. Second, we should nail down and strengthen the legal responsibilities of the main body in charge of securities supervision, further supervise the construction of the inspection agencies and moderately impose more administrative penalties, so as to improve the administrative efficiency and more powerfully execute the law. Thirdly, we can modify the penal law to extend the punishment scope and add one more penalty of confiscating the wealth and limit the appliance of probation in order to make the corresponding penalty more deterrent.

Keyword: Information Disclosure; False Statement; Legal Responsibilities

目 录	
引 言.....	1
第一章 信息披露制度的理论基础.....	4
一、理论基础的经济分析.....	4
（一）委托——代理理论.....	4
（二）有效市场假设.....	5
（三）会计信息的公共物品属性.....	6
（四）市场失灵.....	6
二、理论基础的法理分析.....	7
（一）公平价值.....	7
（二）效率价值.....	7
（三）秩序价值.....	8
三、小结.....	8
第二章 信息披露违法行为的法律界定.....	10
一、“虚假陈述”的学理含义.....	10
（一）国外的“虚假陈述”.....	10
（二）我国的“虚假陈述”.....	11
二、各国立法对“虚假陈述”的界定.....	11
（一）国外立法对“虚假陈述”的界定.....	11
（二）我国法律对“虚假陈述”的界定.....	12
三、“虚假陈述”的“重大性”标准.....	15
（一）国外“重大性”标准的发展.....	15
（二）“重大性”标准在我国的确立.....	16
四、小结.....	18
第三章 虚假陈述法律责任体系及其基本评价.....	19
一、美国的法律责任体系.....	19
（一）民事责任.....	19

(二) 刑事责任.....	20
(三) 行政责任.....	21
二、日本的法律责任体系.....	21
(一) 民事责任.....	21
(二) 刑事责任.....	22
(三) 行政责任.....	22
三、我国的法律责任体系.....	22
(一) 民事责任.....	22
(二) 刑事责任.....	23
(三) 行政责任.....	24
四、法律责任体系的基本评价.....	24
(一) 美国的法律责任体系评价.....	25
(二) 日本的法律体系评价.....	25
(三) 我国的证券法律责任体系评价.....	25
五、小结.....	26
第四章 我国上市公司信息披露制度存在的问题及其完善建议.....	27
一、我国上市公司信息披露制度存在的问题.....	27
(一) 虚假陈述民事赔偿制度的缺陷.....	27
(二) 行政监管体制的缺陷.....	28
(三) 刑事责任制度的缺陷.....	29
二、完善的若干建议.....	29
(一) 完善民事赔偿制度，确保投资者利益.....	29
(二) 修正行政监管体制，加大行政处罚力度.....	30
(三) 修改《刑法》第一百六十一条，提高刑罚威慑力.....	30
三、小结.....	31
结束语.....	32
参考文献.....	33
鸣 谢.....	35

CONTENTS

Preface	
Chapter 1 Theories of the Information-Disclosure System	
Section 1 Related Theories in Economy	
Subsection 1 Principal-Agent Theory	
Subsection 2 Efficient Capital Market Hypothesis-ECMH.....	
Subsection 3 Public-Choice Theory	
Subsection 4 Market-Failure Theory	
Section 2 Related Theories in Jurisprudence	
Subsection 1 the Value of Fairness and Justice	
Subsection 2 the Value of Efficiency	
Subsection 3 the Value of Order.....	
Section 3 Summary of Chapter 1	
Chapter 2 Legal Definition of the Acts of Unlawful Information Disclosure	
Section 1 Academic Implication of False Statement	
Subsection 1 False Statement in Foreign Countries	
Subsection 2 False Statement in China	
Section 2 Legal Definition of False Statement in Foreign Countries and China	
Subsection 1 Legal Definition of False Statement in Foreign Countries	
Subsection 2 Legal Definition of False Statement in China	
Section 3 the Materiality Standard of False Statement	
Subsection 1 Development of Materiality Standard in Foreign Countries.....	
Subsection 2 Foundation of Materiality Standard in China	
Section 4 Summary of Chapter 2	
Chapter 3 Legal Responsibilities of the Information-Disclosure System and Its Evaluation	
Section 1 System of Legal Responsibilities of the U.S.A	
Subsection 1 Civil Responsibilities.....	
Subsection 2 Penal Responsibilities.....	
Subsection 3 Administrative Responsibilities	
Section 2 System of Legal Responsibilities of Japan	
Subsection 1 Civil Responsibilities.....	

Subsection 2	Penal Responsibilities.....	
Subsection 3	Administrative Responsibilities.....	
Section 3	System of Legal Responsibilities of China	
Subsection 1	Civil Responsibilities.....	
Subsection 2	Penal Responsibilities.....	
Subsection 3	Administrative Responsibilities.....	
Section 4	Evaluation on the Systems of Legal Responsibilities	
Subsection 1	Evaluation on Legal Responsibilities of the U.S.A	
Subsection 2	Evaluation on Legal Responsibilities of Japan	
Subsection 3	Evaluation on Legal Responsibilities of China.....	
Section 5	Summary of Chapter 3.....	
Chapter 4	Problems in China's Information-Disclosure System and Proposals for Its Improvement	
Section 1	Problems in China's Information-Disclosure System	
Subsection 1	Limitations in the Civil Compensation System	
Subsection 2	Limitations in the Securities Supervision System	
Subsection 3	Limitations in the Penal Responsibilities System.....	
Section 2	Proposals for the Improvement of China's Information-Disclosure System	
Subsection 1	To Improve the Civil Compensation System for the Protection of the Rights of Investors	
Subsection 2	To Reform the Securities Supervision System so as to Impose More Administrative Penalties.....	
Subsection 3	To Revise Article 161 of the Penal Law to Make Penal Penalties More Deterrent.....	
Section 3	Summary of Chapter 4.....	
Summary	
Bibliography	
Thankfulness	

引 言

“在全球经济一体化和新技术革命的背景下，证券市场以其特有的功能为产业经济活动提供了基本的纽带作用。”^①于是，基于证券市场对于经济发展的不可替代的作用，我国在 20 世纪 80 年代开始了它特有的证券之旅。^②到 2006 年年末，我国证券市场已经走过了整整 20 年。这 20 年，我国证券市场发展取得了令世人瞩目的成绩，^③如今它已经成为推动我国经济发展的重要力量。

然而，“虚假陈述是证券市场一切违法行为的基础”，^④以及它对于证券市场的“伴生性”，^⑤决定了虚假陈述规制一直是各国证券立法与执法活动的鲜明主题。因此，从发展证券市场的那一天开始，我国就十分注重信息披露制度的建立与完善。在证券市场迅速发展的 20 年当中，我国证券市场的信息披露制度经历了从无到有，从“初具雏形”到“较为完备”的过程。^⑥目前，已经初步形成了以《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）为主体，相关的行政法规、部门规章等规范性文件为补充的全方位、多层次的上市公司信息披露制度体系框架。该框架从原则性规范到操作性规范，从信息披露的内容、形式到手段，都作出了

^① 胡晓珂.证券欺诈禁止制度初论——以反欺诈条款为研究的中心[M].北京：经济科学出版社，2004.1.

^② 中国证券起始于 1986 年上海“飞乐音响”向社会和企业职工发行股票。

^③ 1995 年之前，深圳和上海两地证券市场的上市公司数量仅为 310 家，证券化程度为 7.89%；到 1997 年底上市公司数量已增加到 745 家，总市值为 17529 亿元，证券化程度达到 23.44%；进入 1998 年后，公司上市的数量和规模更以前所未有的速度发展。而到了 2006 年 11 月下旬，上市公司数量已达 1375 家，中国股市（深沪）总市值已突破 6.5 万亿，证券化程度达 46%。董少鹏.我国股市还需不断破除伪命题[N].国际金融报，2006-11-27（2）.

^④ 贾伟.审理证券市场虚假陈述民事赔偿案件的几个疑难问题[J].人民司法，2002（5）：9.

^⑤ 关于这种“伴生性”，梁上上在《上市公司信用的法律构架》（浙江社会科学，2003（3）：76.）中认为，“证券市场天生具有投机和欺诈的特性，我国的证券市场也不例外。”不论从纵向——证券市场的历史，还是横向——国内或国外来看，虚假陈述是与证券市场相伴而生，相伴而来的。伴生性是虚假陈述之于证券市场的显著特征。另有学者这样描述了虚假陈述的“伴生性”：“证券市场上最广泛最深刻的违法问题均与信息披露的广度、深度、及时性及可比性有着直接的关系”。

^⑥ 我国上市公司信息披露制度的形成大致经历了三个阶段：第一阶段，信息披露从无到有。从 1984 年到 1991 年，随着我国企业股份制改革的不断深入，我国股份制企业从无到有，迅速增长。股票的一级市场和二级市场也陆续建立，但上市公司信息披露制度的建设却远远落后于证券市场发展。当时我国的《公司法》、《证券法》的制定一直比较迟缓，并且从政府部门到一般投资者都没有认识到信息披露是上市公司的法定义务同时也是投资者的法定权利。因此，在这种条件下，“很难建立公司信息披露制度。”所以，有人称之为中国证券市场信息披露制度的“空白期”。1992 年和 1993 年我国政府颁布和实施了很证券方面的法律、法规和规章。其中的《股份有限公司规范意见》首次明确要求，“公众公司的会计报表要经注册会计师审计，应在股东大会前 20 日备置于公司住所，供股东查阅，上市公司的会计报表应当向社会公告。”这第一次明确上市公司披露“会计报表”的法定义务。而《股份制试点企业会计制度》因其“按照国际惯例设计会计核算的内容，构建会计报表的平衡关系，为证券市场会计信息披露的规范化建设提供了良好的前提。”第二阶段，规范体系初具雏形。1993 年国务院发布《股票发行与交易管理暂行条例》，该条例首次设专章对上市公司信息披露的内容和要求做了明确规定，是我国上市公司信息披露制度的重大进步。可以说是最关键的一步。1993 到 1998 年陆续发布的《公开发行股票公司信息披露实施细则》（以下简称《信息披露实施细则》）和《公开发行股票公司信息披露内容与格式准则》（以下简称《内容与格式准则》）1—8 号。前述这些与深圳、上海的《证券交易所股票上市规则》（以下简称《上市规则》）共同构成了我国上市公司信息披露的基本规范体系。而《公司法》、《证券法》的颁布为信息披露制度的施行提供了直接的法律依据。第三阶段，新的规范体系的形成。2000 年，按照《关于完善公开发行股票公司信息披露规范的意见》，中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）对我国过去上市公司信息披露规范进行了调整和完善。此次调整与完善变原来的单一层次规范为多层次规范，尽可能删除了临时性规定，尽可能与国际接轨，于是形成了新的信息披露规范体系。该体系分为四个层次：一是《内容与格式准则》；二是《公开发行证券公司信息披露编报规则》；三是《公开发行证券的公司信息披露规范问答》；四是《公开发行股票公司信息披露个案意见与案例分析》。这个新的信息披露规范体系，“不仅注重规范体系的层次性问题，也十分注重其格式的合规性问题”。

较为科学合理的规定，基本与国际接轨，“已经由法律、法规和行政规章等各个层次的规范形成了一个较为完备的体系。”^①

从体系上看，是较为完备了，但从相关统计数据看，我国的信息披露制度并没有发挥应有的作用，证券市场虚假陈述违法行为的现状不容乐观。从 2002 年到 2006 年的统计数据（见表 1）可以看出：第一，虚假陈述案件数量逐年上升；第二，虚假陈述案件所占比率在 2006 年以前约为 50%，2006 年居然骤升到 93.3%。有关统计^②显示，2006 年我国上市公司违法案件达 60 个，令人吃惊的是，其中因虚假陈述受到处罚的竟然有 56 个，占 93.3%。在这 56 个虚假陈述案件中，未及时披露公司重大事项的有 32 个，占虚假陈述案件的 57.1%；未按时披露定期报告的 14 个，占 25%；未及时披露公司重大事项且信息披露虚假或严重误导性陈述的 9 个，占 16.1%；信息披露虚假或严重误导性陈述的 1 个，占 1.8%。最为严重的是未按时和未及时披露，占虚假陈述案件的 98.2%。另外，重大遗漏也是虚假陈述中比较严重的一方面，其中，较为突出的是隐瞒重大担保^③和隐瞒控股股东资金占用情况。^④

这是我国证券市场的真实情况——“**虚假陈述泛滥、信息披露制度被严重扭曲。**”^⑤ 然而在美国，却“只有少数公司违反信息披露出了臭名，而绝大部分企业是在道德与法律界限内闲适地赚钱。”^⑥ 既然我国的信息披露制度“几乎已具有一个典型的信息披露制度要求的所有条件，”^⑦那为什么我国会出现这种状况呢？

表 1：2002 年—2006 年虚假陈述案件占其他证券违法案件比例的统计数据

	证券违法案件处罚	涉及虚假陈述的处罚决定书数量	所占比例
--	----------	----------------	------

^① 李国光，主编.最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用[M].北京：人民法院出版社，2003.231.

^② 上市公司年内违规情况一览表[EB/OL].<http://southmoney.com/shuju/2100.html>，2007-1-25.

^③ 由于监管力度的加大，由于担保受到管理层处分的家数明显回落，2005 年因担保受处分的为 25 例左右，占所有违规上市公司的 43%，2006 年这一数字为 10 例左右，占所有违规上市公司的 17%。王蕴珏.上市公司今年担保违规显著减少[EB/OL].<http://finance.sina.com.cn>，2006-12-22.

^④ 此前的相关统计见下：东方网 7 月 31 日消息：去年下半年以来，1175 家上市公司中，有 57.53%的上市公司（676 家）存在被大股东占用巨额资金的现象，被占用资金合计高达 966.69 亿元，平均每家被占用资金 1.43 亿元。赵立翔.676 家上市公司被大股东占用资金近千亿元[EB/OL].

<http://health.eastday.com/epublish/gb/paper91/20030731/class009100001/hwz1217208.htm>，2003-7-31.

另据统计显示，截至 4 月 13 日，458 家上市公司公布的与关联方债权债务往来情况显示，大股东占用上市公司资金的问题依旧严重。据对截至今年 4 月初已公布年度报告公司的统计，2004 年末累计占款总额仍有 509 亿元。由于大股东占款的手段和方式错综复杂，且在信息披露上遮遮掩掩，实际占款规模可能在千亿元左右。而十多年来，上市公司通过证券市场总融资额也不过 10000 亿元，这就意味着，有近十分之一的资金因此“流失”，大股东占款成了中国证券市场最大的“出血口”。江河.大股东占用资金 509 亿惊人 市场未找到解决方案[EB/OL].

http://www.ce.cn/economy/stock/gushigc/gcpl/200504/19/t20050419_3649110.shtml，2005-4-19.

^⑤ 文建秀.证券市场信息披露中注册会计师的法律责任[M].北京：法律出版社，2003.1.

^⑥ HERBERT M.,BOHLMAN & MARY JANE,DUNDAS, *The Legal, Ethical & International Environment of Business (Sixth Edition, 2005)*, by West Legal Studies in Business, Page 37. 原文如下：(In fact,) only a few companies grabbed the headlines, while the vast majority of the business quietly earned money without violations of ethics and the law.

^⑦ 高西庆.强制性信息披露制度[J].证券市场周刊，1996，（10）.

年份	决定书数量		
2006	60	56	93.3 %
2005	40	18	45 %
2004	46	27	58.7 %
2003	33	17	51.1 %
2002	15	7	46.7 %
2002—2006	194	125	64.4 %

注：据以统计的 194 个证券违法行政处罚决定来自我国证券监督管理委员会网站。

带着这个问题，本文作者首先研究了上市公司信息披露制度的理论基础及其违法行为界定的若干重大问题；接着，运用比较法学的方法，分析了我国上市公司虚假陈述法律责任体系；最后，较为深入地阐述了我国上市公司信息披露制度存在的问题并提出若干完善的建议。

第一章 信息披露制度的理论基础

制度是社会生活中人们所遵循的行为准则，是人们形成预期的根据。任何制度的确立都有其特定的目的，都是为了解决人类发展过程中出现的问题，因此也就必然有其自身的理论基础。证券市场中上市公司信息披露制度，是为了解决证券市场信息披露中出现的特定问题，它也有自身固有的理论基础，体现在经济学和法理学两个方面。

一、理论基础的经济分析

（一）委托——代理理论

委托——代理理论认为，委托代理关系是随着生产力的发展和规模化生产的出现而产生的。一方面，生产力的发展使得社会分工进一步细化，由于知识、能力和精力等方面的原因，权利的所有者不能由自己行使所有的权利；另一方面，专业化分工产生了一大批具有专业知识的代理人，他们有精力、有能力代理行使好被委托的权利。但委托——代理关系，在解决了权利所有者知识、能力和精力等方面的不足的同时，却产生了两个问题——委托人与代理人的利益冲突和信息不对称问题。

1. 委托人与代理人的利益冲突问题

从委托人与代理人双方的价值取向来看，上市公司管理者的目标往往与股东的目标不一致，股东关心的是投资回报的最大化，并希望能够选择有利的会计政策使其向维护投资者的利益倾斜；而上市公司的管理者却不愿投入更多的时间和精力，但他们却有着自身广泛的经济利益和心理需求，如薪酬、晋升、股票期权、利润分享、度假、社会声誉等。因此作为经济理性人的上市公司管理者，他们天然地具有机会主义倾向，基于其自身利益的考虑，会更看重短期经济利益，利用手中的“暂时控制权”只提供信息披露边际收益等于边际成本这一点的信息量，也即信息披露量只满足其自身利益最大化要求。

2. 信息不对称问题

从信息拥有的程度来看，上市公司管理者作为代理人，以企业法定代表人的身份经营管理企业，进行经营活动，从而拥有较为完全的内部信息。管理人因此成为企业的“内部人”，形成实质上的“内部人控制”。而上市公司的投资者或股东作为委托人并不直接参与企业的管理，他们“已经没有任何权利与那些已成为公司资产的东西发生实际联系，”成为了“外部人”，因此在信息掌握程度上处于弱势。

信息经济学认为，委托人与代理人的利益冲突与信息不对称必然导致两个典型后果，即逆向选择(Adverse Selection)和道德风险(Moral Hazard)。

(1) 逆向选择问题。投资者一般根据优质企业和劣质企业证券的概率分布估算出证券的预期价值进行投资选择。但因劣质企业积极推销其证券并以高于其内在的价值的溢价水平卖出, 优质企业反而不能实现其相应高的溢价水平筹资, 这就产生了不合理的资源配置机制, 即资金向劣质企业流动, 出现“劣币驱逐良币”的现象。优质企业被挤出市场, 投资者得不到满意回报, 从而对市场丧失信心。

(2) 道德风险问题。作为代理人的大股东、管理层, 与普通投资者存在的信息不对称, 导致普通投资者难以获得企业内部真实、完整的信息, 从而使代理人产生偷懒、懈怠、机会主义以及其他损害投资者利益的行为, 产生代理人的道德风险。^①

正是基于委托代理关系产生的两个问题, 委托人才有必要采取“橄榄枝”加“大棒”的政策: 一方面是通过科学的制度设计实现对代理人的激励, 力求股东利益与代理人利益相容; 另一方面通过强化信息披露实现对代理过程的监督, 充分发挥“经理人市场”的作用, 以使得代理人的行为最大限度地符合委托人的利益目标。

(二) 有效市场假设

美国学者尤金·法玛认为, 有效市场可划分为弱式(Weak-Form Efficiency)、半强式(Semi-Strong-Form Efficiency)和强式(Strong-Form Efficiency)三种。在弱式有效市场, 商品价格能充分反映历史上一系列交易价格和交易量中所隐含的信息; 在半强式有效市场, 商品价格能反映所有公开有用的信息, 其中包括与现在和过去价格有关的信息; 而在强式有效市场, 商品价格能充分反映所有公开渠道及非公开渠道的各种信息, 包括内部流传的信息及个人之间传递的消息, 所以, 投资者即使掌握了内幕信息也无法获得额外利润。但是, 有效市场只是一个假说, 是人们追求的一种理想化的市场, 它的实现至少需要三个条件: 第一, 证券价格能够真实反映市场上所有相关信息; 第二, 证券价格对任何新出现的任何相关信息都能够及时做出反映, 即没有人因为独占相关信息而取得非正常报酬, 从而导致市场的无效性; 第三, 证券市场上的有关信息能够充分传播并均匀分布, 投资者可以在同一时间内无信息成本地取得等量、等质的信息。^② 也就是说, 信息披露越充分、越完全, 市场的效率程度越高; 而效率正是经济、投资、证券管理所追逐的共同目标。因此, 信息披露是资本市场有效运行的基础。有关研究表明, 我国深沪股市分别已经具备“弱式有效性”^③, 特别是 2001 年以后, 我国证券市场有效性“有从弱式有效向半强式有效发展的迹象”。^④ 基于我国证券市场有效性的发展现状, 同时为求得证券市场有效性向更高层次发展, 我国必须加强证券市场信息披露制度建设, 保障信息的公开。因为通过加强信息公开, 可以使市场参与者更有能力

^① 郭锋, 主编. 虚假陈述证券侵权赔偿[M]. 北京: 法律出版社, 2003.80.

^② 张力上. 上市公司信息披露与分析[M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2005.23.

^③ 吴世农. 我国证券市场效率分析[J]. 经济研究, 1996, (4): 56.

^④ 同本页注①, 第 25 页.

推动上市公司以安全、稳健的方式持续经营。

（三）会计信息的公共物品属性

公共选择理论认为，在竞争性市场中，会计信息是一种典型的公共物品。所谓公共物品，是指具有非排他性和非竞争性的物品。公共物品具有如下三个特征：第一，公共物品的消费是“非竞争性”的，一个人能在不减少其他人对同一物品消费的条件下消费此物；第二，公共物品的消费是“非排他性”的，它不能阻止潜在的使用者，无论消费者是否在取得公共物品时付出成本，都将从公共物品的消费中获益；第三，公共物品的生产与消费具有“不可分性”——它不能分割出售。在证券市场中，由于上市公司的财务报告及其他信息是一种公共物品，上市公司提供财务报告的好处并不能为上市公司所独享，它必须向有关部门和社会公开。上市公司作为财务报告的提供者不能要求“搭便车者”支付披露信息的成本，“搭便车者”却能够不花任何成本地获得并使用这些产品，因此，上市公司管理当局并无动力提供更多的信息。上市公司会计报告及其他信息生产动力的不足，导致了外部性(Externalities)，而外部性又会使市场对资源的配置缺乏效率。再者，上市公司披露的信息是一种特殊的消费品，对投资者的行为具有特殊的重要意义，投资者一旦受到虚假信息的误导，将遭受巨大损失。于是，政府对上市公司会计报告的披露的干预就成为必然选择。

（四）市场失灵

古典经济学家认为，只要给公民追求自利的自由，市场这只“看不见的手”就会自动调节资源配置，引导社会达到最大福利，而政府只担当守夜人的角色，通过明晰产权以及监督合同履行等手段保证经济活动依法有序地进行。但是，市场引导资源实现最优配置必须满足以下四个条件：首先，商品或服务是私人物品；其次，一种商品对潜在消费者的全部价值或效果都反映在该商品的消费函数上，不存在虚张声势，没有威胁和策略，所有消费者都有正确和诚实的偏好显示；第三，生产该物品的所有成本都反映在供给曲线 $S=MC$ 上；最后，市场是竞争性的。而在现实中，这四个假定是难以满足的，现实生活中显然存在着“市场失灵”，即市场失去其优化资源配置的作用，市场运行的效率降低。会计意义上的市场失灵是指财务报告在无管制状态下的信息产出在帕累托法则意义上并非最佳，或者说，由财务信息市场而导致的资源配置是不公平的，也就是说对某些集团或个人是不公平的。出现市场失灵的原因之一在于，上市公司（信息生产者）对其自身信息的垄断性。因此，如果不对信息披露进行管制，这种情况就会为压缩信息的生产并为持有信息而获得垄断利润创造机会。^①

^① 赵明.从经济学视角看强制性信息披露[EB/OL].

<http://www.chinalww.com/20061015/116092578263979.shtml>, 2006-10-15.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库